

輔仁大學 109 年高教深耕計畫
「產學成果導向課程」成果報告

108 學年度第 2 學期
企業評價與個案分析

授課教師：蔡偉澎
報告撰寫人：黎世煒
修課人數：51

中華民國 109 年 7 月

目錄

壹、	課程執行成果摘要	3
貳、	課程執行成果說明	4
一、	課程實際規劃與說明	4
二、	具體教學成果與評估	5
三、	課程遇到問題與困難	6
四、	省思與未來的展望	6
參、	學生學習成果	7
一、	課程實作作品	7
二、	學習心得問卷統計表	9
肆、	附件	11

壹、課程執行成果摘要

本課程結合企業價值與無形資產價值兩個方向，在企業價值中，針對企業本身之財務預測，進而到資金成本的估計，都是往後對無形資產評價理解的基本功，透過與若水鑑價公司的合作，學生能夠得到 5 次專業的評價能力訓練，無論是股權、商標、專利等等，都會依照評價標的性質，選定適當的評價方法進行演練，學生較熟悉的有形資產評價，可以講述延伸之評價方法，較為陌生的無形資產評價，可以讓學生增加對其的認識與評價概念，使得專業技能在業師與授課老師的指導下，能夠全方面的進步與發展，經過 14 週課程訓練與自主學習，同學都能按照評價準則之規範，在不同評價標的、價值前提假設、評價方法中，撰寫一份企業評價報告書，達到學以致用的目標，雖然課程的演練屬於較單純的案例，但概念清晰、邏輯架構清楚，無論往後如何延伸，想必都能快速輕鬆的理解與應用。

貳、課程執行成果說明

一、課程實際規劃與說明

週次 Week	日期 Date	主題	內容說明
1	03/05	Course Introduction: Valuation and Report	評價準則與無形資產觀念說明。
2	03/12	NAV Valuation Practice	通泰公司企業價值評估。
3	03/19	股權評價-市場法、資產法 實作	若水鑑價說明評價方法及個案實作
4	03/26	企業價值-市場法實作	通泰公司企業價值評估。
5	04/02	Spring Break	NA
6	04/09	股權評價-收益法實作	若水鑑價說明評價方法及個案實作。
7	04/16	收益法之現金流量折現法	通泰公司企業價值評估。
8	04/23	DCF, NAV, and Multiples Wrap up	評價準則公報與評價方法複習。
9	04/30	無形資產評價實作	若水鑑價進行商標分析及成本法個案實作
10	05/07	Intangible Asset Valuation	OECD Guideline and Cases， 專利技術成本法應用。
11	05/14	Brand Valuation and Management	Hirose and Inter 之品牌評價方法說明。
12	05/21	無形資產評價實作	若水鑑價團隊進行專利分析 及權利金節省法個案實作。
13	05/28	Patent Valuation	專利個案再複習
14	06/04	Valuation Application Lecture	若水鑑價與易農智能許永昌執行長，說明 股權規劃與無形資產評價技術作價對新創 團隊效益。
15	06/11	Presentation I- Final Wrap-ups	學期總複習(評價準則應用)。
16	06/18	Presentation II - Final Wrap-ups	學期總複習(評價準則應用)。

二、 具體教學成果與評估

本課程主要透過個案演練與企業導師，提供修課學生企業與無形資產價值評價之概念，並且於自主學習期間，各組員共同討論與發想，於學期末完成一份評價報告。課程中會針對主要評價方法；市場法、成本法、收益法進行實際操作，若水團隊則依照每次課程的主題，說明評價準則、方法、案例與實務上之經驗，讓學生除評價學理上的操作，亦能得到實務運用的經驗，甚至提供評價研究獎學金，鼓勵教學助理對評價相關之研究，以及協助課程同學的個案練習，以此擴大課程教學成效與成果。本課程目的在於學生能將所學實際應用，個案演練與業師輔導皆是建立學生對企業與無形資產評價的概念與邏輯，同時培養邏輯思考能力，自主學習期間才能達到深入學習以及延伸操作的成果，經由上述的教學模式，學生能從中獲得下列三項能力的提升：

(一) 評價能力

在若水鑑價團隊的輔導下，學生能夠瞭解過去未曾接觸或其他課程未提及之評價觀念，例如企業股權評價中，必須就企業的控制權、流通性進行折價，亦或過去較無提及的無形資產評價觀念，學生過去常用 CAPM 模型估計企業的資金成本，但在若水團隊的說明下，能按照企業所處之狀態，另外在 CAPM 模型中增添其他風險因子，其方法稱為堆疊法，讓其估計之價值，能較真實的反應企業真正所處的風險。

無形資產是學生較陌生的區塊，但卻是實務上逐漸重視的資產，從若水團隊提供的教學與演練，使學生能有效率的學習無形資產評價所需之能力，無論是商標成本的計算、專利的生命期限與價值，其他特定的無形資產仍需要個別之評價方法，但只要對市場法、成本法、收益法有基本的瞭解與實際操作經驗，後續進階的評價方法，學生都能達到事半功倍的效果。

(二) 自我思考能力

在課堂結束前，各組皆會就當天授課之主題，進行各組的成果發表，講述其思考邏輯、假設建立與評價方法運用模式，並且由授課教師與企業導師提出專業建議，修正學生忽略或不足之處，透過習修課程次數增加，學生能夠逐漸構思清晰的架構，逐一說明清楚而不含糊，因為在分析或評價的過程中，必須全面性的思考，提出合理且正確的判斷，若水鑑價團隊的專業輔導，已對學生自我思考的能力有著顯著的增進。

(三) 撰寫評價報告能力

本課程的最終目標，即是使學生能夠撰寫一份評價報告，因為有著課程上的演練與實作，學生在自主學習期間，能夠就不同的企業，按照無形資產評價準則，提出評價目

的、價值前提、價值標準等評價資訊，分別將其說明與書寫清楚，無論未來是否需要撰寫評價報告，但綜合本課程之所學與收穫，都是未來就業上所必須具備的能力，而在期末報告中，學生們展現富有創意且清晰的評價報告，顯然產業合作的效果，已在學生們身上發酵。

三、 課程遇到問題與困難

(一)本課程的選修人數眾多，在個案演練時，企業導師可能無法就各組進行全程的輔導，可能使得各組別完成的速度不一，最後在每次的課堂發表中，無法聽取全班的成果發表。

(二)課程期間內，受到新型冠狀病毒疫情的影響，使得有些學生必須使用教學軟體，進行線上課程的學習，但初期因不熟悉操作，使得學生聽講的品質不佳，亦或者學生發生操作性上的失誤，導致學習進度的落後。

針對上述兩項問題與困難，建議(一)在修課人數上進行調整，亦或增加企業導師人數與企業別，使各組都能完整的接受業師之輔導，並且能夠增進其交流機會，使學生能夠獲得更多收穫。(二)建立學生對教學軟體的瞭解，降低操作性錯誤，並且若能搭配 LDAP 帳號與密碼，可以提高往後使用上的方便性。

四、 省思與未來的展望

藉由授課教師與若水團隊的教學，使學生能將其所學，運用至不同的企業與無形資產上，倘若未來能持續增加不同的產業教師，想必能提供更多不同的個案與實務經驗，使修課學生能夠對企業或無形資產有更深入的瞭解，在自主學習期間亦能提升對分析與評價能力的加乘效果，讓產學合作與自主學習產生更大化學效應，另外一方面，將此計畫延長至一年，開設企業評價與個案分析一與二，如此一來可以增添更多的演練外，企業參訪與業師講座等，都是提升執行成效的方法之一。

參、學生學習成果

一、課程實作作品

<p>♥ CAPM(折現率)計算</p> <p>根據StockQ全球股市指數:</p> <table border="1"> <caption>台灣加權指數報酬率</caption> <thead> <tr> <th>2014</th> <th>2015</th> <th>2016</th> <th>2017</th> <th>2018</th> <th>2019</th> <th>幾何平均</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>8.08%</td> <td>-10.41%</td> <td>10.98%</td> <td>15.01%</td> <td>-8.60%</td> <td>23.33%</td> <td>6.86%</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <caption>折現率計算</caption> <thead> <tr> <th>Rf</th> <td>0.67%</td> <th>R規</th> <td>2.50%</td> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Rm</td> <td>6.86%</td> <td>R毒</td> <td>-2.00%</td> </tr> <tr> <td>Beta</td> <td>0.35</td> <td>R個別</td> <td>1.50%</td> </tr> <tr> <td>B*(Rm-Rf)</td> <td>2.17%</td> <td>CAPM</td> <td>4.84%</td> </tr> </tbody> </table> <p>中華電是電信龍頭，規模大，電信業相較其他產業之風險較低，常用為1-3%，交通部持有超過30%股份</p> <p>Rf 為台灣十年期公債殖利率 Rm 為2014~2019台灣加權指數幾何平均報酬率 Beta值參考公開資訊觀測站 B*(Rm-Rf)為系統性風險</p>	2014	2015	2016	2017	2018	2019	幾何平均	8.08%	-10.41%	10.98%	15.01%	-8.60%	23.33%	6.86%	Rf	0.67%	R規	2.50%	Rm	6.86%	R毒	-2.00%	Beta	0.35	R個別	1.50%	B*(Rm-Rf)	2.17%	CAPM	4.84%	<p>評價標的</p>  <p>◆ 主要業務 包含食品飲料、流通與零售等</p> <p>成立時間：1967/08/25 董事長：羅智先 資本額：568.20 億元 總經理：黃鈞凱、李清田 網址：www.uni-president.com.tw 台灣第一大食品業者</p>																																								
2014	2015	2016	2017	2018	2019	幾何平均																																																																	
8.08%	-10.41%	10.98%	15.01%	-8.60%	23.33%	6.86%																																																																	
Rf	0.67%	R規	2.50%																																																																				
Rm	6.86%	R毒	-2.00%																																																																				
Beta	0.35	R個別	1.50%																																																																				
B*(Rm-Rf)	2.17%	CAPM	4.84%																																																																				
<p>阮思瑜、許鎮楨、劉萬濉、胡晴： 中華電股權評價</p>	<p>林佩萱、蘇純瑩、廖敬涵： 統一集團股權評價</p>																																																																						
<p>💡 NAV法</p> <p>帳面每股價值</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>原帳面每股價值</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>NEV=資產NAV-負債NAV</td> <td>8,709,438</td> <td rowspan="3">評價日股價：16元</td> </tr> <tr> <td>流通在外股數</td> <td>342,000,000</td> </tr> <tr> <td>每股帳面價值</td> <td>25.3</td> </tr> </tbody> </table> <p>經NAV法調整後之每股價值</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>經NAV調整後之10%股權價值</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>NEV=資產NAV-負債NAV</td> <td>12,253,832</td> </tr> <tr> <td>經流動性折價(10%)</td> <td>11,028,449</td> </tr> <tr> <td>經控制權折價(10%)</td> <td>9,926,604</td> </tr> <tr> <td>流通在外股數</td> <td>342,000,000</td> </tr> <tr> <td>經調整後評價日之每股價值(經10%控股权價值)</td> <td>29.0</td> </tr> </tbody> </table>		原帳面每股價值		NEV=資產NAV-負債NAV	8,709,438	評價日股價：16元	流通在外股數	342,000,000	每股帳面價值	25.3		經NAV調整後之10%股權價值	NEV=資產NAV-負債NAV	12,253,832	經流動性折價(10%)	11,028,449	經控制權折價(10%)	9,926,604	流通在外股數	342,000,000	經調整後評價日之每股價值(經10%控股权價值)	29.0	<p>(二) 價值結論</p> <p>本次評價係採用市場法及資產法衡量瑞幸咖啡之價值，由於瑞幸咖啡未來發展不確定性大、近幾年財務預測皆為負數，故不適用收益法，以資產法及市場法之平均計算作為結論。並且因瑞幸咖啡為屬在美國上市公司，故不調整流通性，僅調整控制權，最終得瑞幸咖啡之股權公平市場價值為人民幣3,337,844 仟元，每股公平市場價值為人民幣2.22元、美金0.32元。</p> <p>表 8：價值結論表</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>評價標的</th> <th colspan="3">瑞幸咖啡(LK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>評價基準日</td> <td colspan="3">2019.12.31</td> </tr> <tr> <td>財務資料日</td> <td colspan="3">2019.12.31</td> </tr> <tr> <td></td> <td colspan="3">單位：千元RMB</td> </tr> <tr> <td>方法</td> <td>市場法</td> <td>資產法</td> <td>參數</td> </tr> <tr> <td>未調整流通性之股權價值</td> <td>2,617,549</td> <td>4,958,139</td> <td></td> </tr> <tr> <td>- 控制權折價</td> <td></td> <td>684,790</td> <td>16.87%</td> </tr> <tr> <td>適用</td> <td>V</td> <td>V</td> <td></td> </tr> <tr> <td>調整後重估股權公允價值</td> <td>3,337,844</td> <td>千元RMB</td> <td></td> </tr> <tr> <td>股數</td> <td>1,503,000</td> <td>千股</td> <td></td> </tr> <tr> <td>每股價值(人民幣)</td> <td>2.22</td> <td>RMB</td> <td>2019.12.31</td> </tr> <tr> <td>每股價值(美金)</td> <td>0.32</td> <td>USD</td> <td>USD/CNY 6.9632</td> </tr> </tbody> </table>	評價標的	瑞幸咖啡(LK)			評價基準日	2019.12.31			財務資料日	2019.12.31				單位：千元RMB			方法	市場法	資產法	參數	未調整流通性之股權價值	2,617,549	4,958,139		- 控制權折價		684,790	16.87%	適用	V	V		調整後重估股權公允價值	3,337,844	千元RMB		股數	1,503,000	千股		每股價值(人民幣)	2.22	RMB	2019.12.31	每股價值(美金)	0.32	USD	USD/CNY 6.9632
	原帳面每股價值																																																																						
NEV=資產NAV-負債NAV	8,709,438	評價日股價：16元																																																																					
流通在外股數	342,000,000																																																																						
每股帳面價值	25.3																																																																						
	經NAV調整後之10%股權價值																																																																						
NEV=資產NAV-負債NAV	12,253,832																																																																						
經流動性折價(10%)	11,028,449																																																																						
經控制權折價(10%)	9,926,604																																																																						
流通在外股數	342,000,000																																																																						
經調整後評價日之每股價值(經10%控股权價值)	29.0																																																																						
評價標的	瑞幸咖啡(LK)																																																																						
評價基準日	2019.12.31																																																																						
財務資料日	2019.12.31																																																																						
	單位：千元RMB																																																																						
方法	市場法	資產法	參數																																																																				
未調整流通性之股權價值	2,617,549	4,958,139																																																																					
- 控制權折價		684,790	16.87%																																																																				
適用	V	V																																																																					
調整後重估股權公允價值	3,337,844	千元RMB																																																																					
股數	1,503,000	千股																																																																					
每股價值(人民幣)	2.22	RMB	2019.12.31																																																																				
每股價值(美金)	0.32	USD	USD/CNY 6.9632																																																																				
<p>李訓昌、張予柔、余嘉淇： 信大水泥股權結構評價</p>	<p>許仕傑、許介綸：瑞幸咖啡股權評價</p>																																																																						

結論

長榮(2618)目標價

11.73

(+4.27%、中立)

2020/06/03 收盤價：11.25
2020F EBITA：20,379,515
2020F EV/EBITA：8.23

1. 長榮航空2019年因罷工事件、反送中運動及陸客來台限縮影響，客運成長幅度仍不如預期，而貨運部分，由於國際航空貨運報價長期不振，長榮逐年縮減其規模。
2. 2020年由於新冠疫情影響使前4月營收減少約4成，但近期油價大跌可減低營運成本
3. 長榮航空於2018年起開始引進24架787夢幻客機，可望降低維修成本與燃油消耗，提升營運績效

柯采綾、關昭然、張健雄：
長榮航空價值評價

高野大飯店介紹



- 1998年以「知本高野渡假村」問世，2007年更名為「高野大飯店」，客房數585間。
- 台東縣卑南鄉的知本溫泉區內
- 溫泉、峽谷、瀑布、森林遊樂區及碧波海灣
- 傳統日式風格

蕭亦雯、張永鈺、黃家綸：
高野大飯店股權評價

評價方法：市場法

代號	營收比重	業務內容
福懋 1434	尼龍/聚脂布31%、聚脂帆布17%、油墨27%、機械品11%、銅板7%	【化機】聚脂粒、聚脂棉、聚脂絲、聚脂線粒、膠片、聚脂紙【紡織】經紗、經布、成布布、工業用布、成衣等
聚陽 1477	服飾佔96%	亞太地區知名的成衣製造商，主要業務為成衣設計製造及銷售
儒鴻 1476	針織布佔27%、成衣73%	專精球功能位置編織針織布與機能性成衣之生產製作，掌握前兩布料研發製造至後續成衣設計製作ODM生產流程
遠東新 1402	石化前門13%、聚脂前門26%、紡織前門14%、電信前門39%、不動產前門3%、投資及其他前門5%	專營包括化機、紡織、石化、土地開發、興建資產等

https://docs.google.com/spreadsheets/d/16SURQLeH_boaP0Jk1VwSMY_mF4ehRoVm_re_H-iF84/edit#qid=1799139337

黃琪汶、李通華、林知璇、陳煜修：
福懋興業股份有限公司價值評價

結論

- 由市場法可得知：統一的每股價值大約為315元
- 13%少數股權股權價值為23,297,793元
- 由現金流量法可得知：統一的推估成長率介於味全和味王之間
- 統一的推估每股盈餘則高於味全和味王
- 總結：經由以上推估分析，統一每年皆有所獲利，且逐年升高應為一間穩定成長之公司

徐嘉佑、程柏睿、高思涵、羅云均：
統一集團價值評價

橘子估價

	營業收入	稅後淨利	淨值
	14334948	1693985	4619747
	P/S	P/E	P/B
價值倍數	2.294621141	63.35616279	2.915252
標的價值	32,893,274.73	107,324,389.4	13467729
報酬率調整		1.051656	
報酬率調整之公允價格	34,592,409.73	112,868,338.1	14,163,418
		X	
平均之公允價格	2,437,7913.69		
集保數量	169,532		
股價	143.7953625		

大田(8924)-近四年損益表

項目	2016	2017	2018	2019
營業收入	1885342	3601318	3742425	3920669
營收成長率		0.91	0.04	0.05
營業成本	-1,598,910	-2,695,722	(3,122,252)	-3037725
營業毛利	286,432	905,596	620,173	882,944
毛利/營收	0.15192575	0.25	0.17	0.2252
營業費用	-233,279	-445,910	-450,519	-395,189
營業/營收	(0.12)	(0.12)	(0.12)	(0.10)
營業外收入	-54,975	-81,555	-108,444	30,813
稅前淨損	-1,822	379,731	61,210	518,568
遞延所得稅利益	稅金	42,880	26,152	-23,664
稅金比率			(0.39)	(0.06)
本期淨利	41,058	407,883	37,546	486,485

遊戲橘子企業價值評價

蘇或萱、蔡佳男、林楷軒、許丞佑、
陳亦琪：大田精密工業價值評價

二、 學習心得問卷統計表

產學- 企業評價與個案分析 -學習心得問卷統計表						
	非常同意	同意	沒意見	不同意	非常不同意	合計
1. 相對於本系其他課程，本課程能讓我更深入地學習到專業知識	15	7	1	0	0	23
2. 相對於本系其他課程，本課程更能讓我將所學的專業知識應用於實際場合	11	10	0	0	0	21
3. 相對於本系其他課程，本課程更能讓我從中獲得問題解決經驗與能力	14	8	2	0	0	24
4. 相對於本系其他課程，本課程更能讓我在各種情境中結合既有知識想出解決問題的有效策略	14	6	3	0	0	23
5. 相對於本系其他課程，本課程更能讓我學到如何從不同的角度和層面看事物	9	10	3	0	0	22
6. 相對於本系其他課程，本課程更能從教學內容中激發我多元想法與視角	12	10	2	0	0	24
7. 相對於本系其他課程，本課程更能讓我學習跨領域知識的整合能力	12	8	2	0	0	22
8. 相對於本系其他課程，本課程會讓我投入更多時間在學習課業上	12	10	2	1	0	25
9. 本課程的業師能教導我許多實用性的專業知識	15	7	1	0	0	23
10. 本課程能讓我在團體中以協調、溝通與合作的方法來達成目標	15	7	1	0	0	23
11. 相對於本系其他課程，本課程更能讓我建立在職場上所需的實戰能力	11	11	1	0	0	23

12. 我會 推薦 別的同學來修讀這門課	13	7	3	0	0	23
13. 我期待未來能有機會 再修讀 此類型產 學成果導向的課程	15	5	2	0	0	22

肆、附件